



2020 年 5 月 11 日

研究发展部
王彩萍 周旭东

年初，新冠疫情的肆虐对中国经济造成了巨大的打击。为提振经济，国家制定了扩大内需的核心发展思路，而新基建成为扩大内需的关键组成部分。其中，数据中心又是新基建中的风口赛道，对各路资本形成了虹吸效应。

4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，国家将率先推动基础设施公募 REITs 试点，同时也鼓励网络信息等新型建设设施进行创新，数据中心再度“红得发紫”。

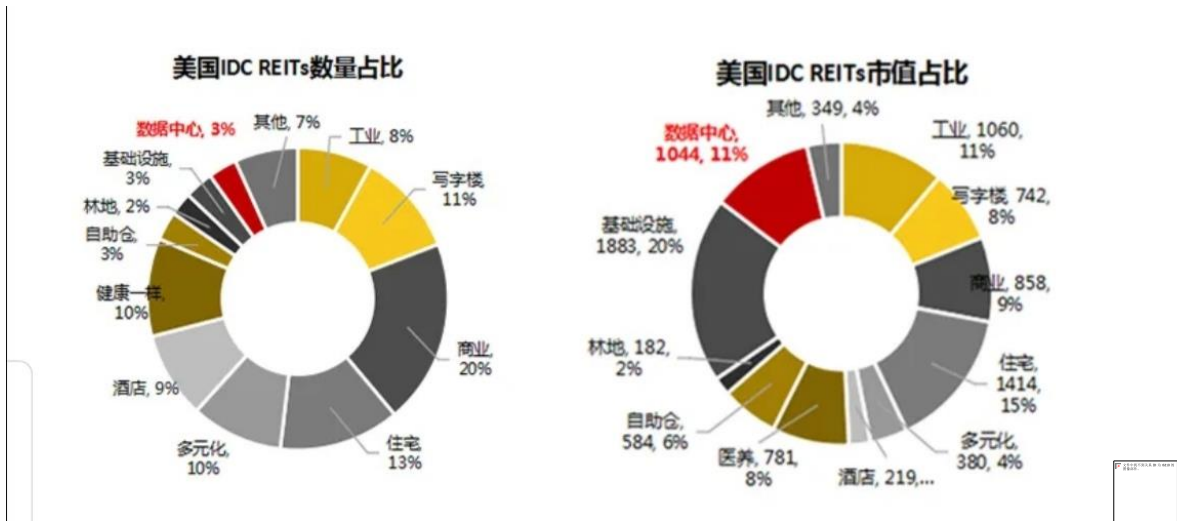
知己知彼，百战不殆。在此背景下，我们来梳理国际市场的 IDC REITs 的相关经验，以期对我国 IDC 后续资本运作和业务发展提供一些借鉴。

目前，全球共有 6 支 IDC REITs，其中 5 支在美国，1 支在新加坡。因此，本次研究，我们先从美国开始.....

一、美国 IDC REITs 现状概览

目前美国上市 IDC REITs 共有 5 支，在美国权益类 REITs 里数量占比为 3%，总市值 1044 亿美元，5 支总市值占比超 10%。

图 1：美国 IDC REITs 数量与市值占比



资料来源：NAREIT、公司财报、远洋资本研究发展部

目前美国上市的 5 支 IDC REITs，从业务类型看 2 家为零售型、1 家为批发型、2 家为混合型，5 家公司业务量合计约占全球市场份额的 1/4。

表 1：美国 IDC REITs 整体情况

企业简称	上市时间	市值 (亿美元)	业务量占全球市场份额	数据中心数量 (个)	业务类型
Equinix	2002	572	约 12%	210	零售
Digital Realty	2004	312	约 7%	225	批发
CoreSite	2010	47	约 1%	24	批发+零售
QTS	2013	38	约 1%	21	零售
CyrusOne	2013	76	约 2%	59	批发+零售

数据来源：NAREIT、各家财报、远洋资本研究发展部

说明：市值规模为 2020 年 Q1 数据；全球市场份额为按企业营收规模估算得出，为 2019 年数据

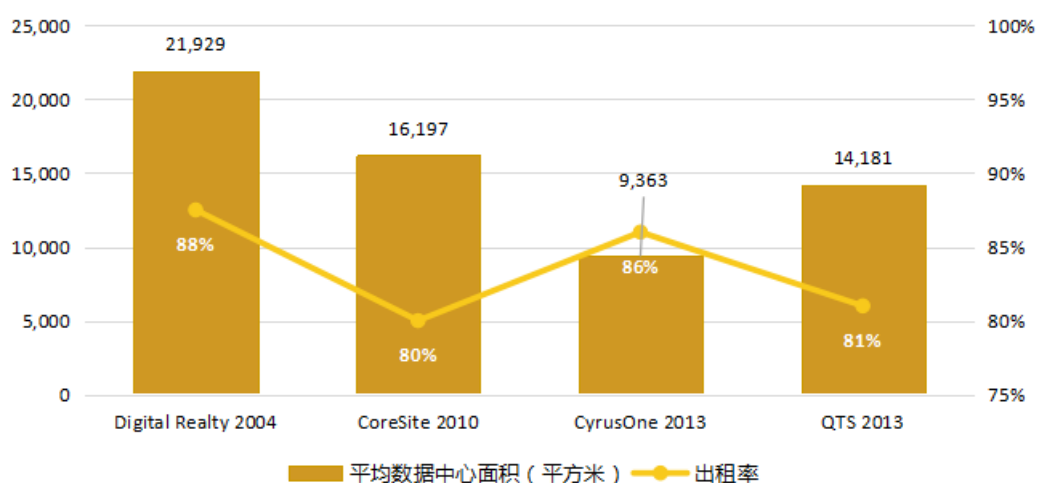
二、美国 IDC REITs 的资产特征

1. 上市期：开发阶段资产占比不超 25%，出租率普遍 80%以上

从 IDC 企业上市时持有资产状况看，除较早上市的 Equinix 外，其余 IDC REITs 上市时处于**开发阶段资产数占比不超过 25%**，上市期处于成熟运营资产的占比较高。

从上市期数据中心面积来看，零售型 IDC REITs (Equinix 未披露) 上市时单个数据中心规模偏小，平均可出租面积在 1-1.5 万平方米之间，批发型则高于零售型，平均单个数据中心面积超过 2 万平方米。**从出租率来看，IDC 的出租率均保持在 80%以上。**

图 2：上市期资产平均面积与出租率

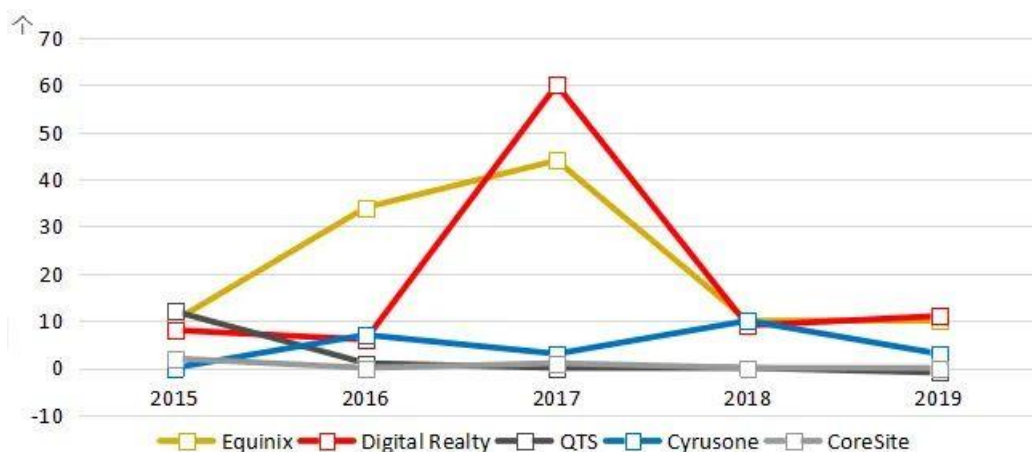


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

2. 上市后：龙头企业资产扩张速度大幅高于第二梯队

从近 5 年新增 IDC 资产数目来看，两大龙头企业 Equinix 和 Digital Realty 扩张幅度远大于其他三家上市 IDC REITs 企业，反映了龙头企业具备更强的资金实力与扩张能力。第二梯队则采取区域深耕路线。由此可见，市场先行者可抢占山头，后进者较难超越。

图 3：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 新增资产数目变化

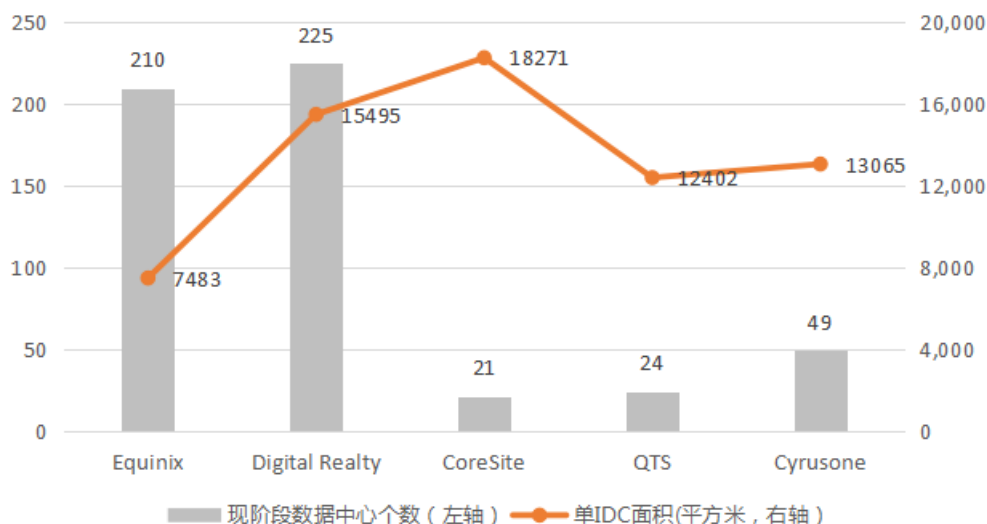


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3. 当前：行业规模效应显著，强者恒强态势明显

从现阶段各家持有的数据中心资产来看，Equinix 和 Digital Realty 两大巨头均拥有超过 200 个 IDC 项目，远高于其他三家。单 IDC 平均面积在 8000-20000 平方米之间，由于其零售属性，Equinix 单体规模小于其他 4 家。

图 4：现阶段（2019 年末）各家企业持有资产概况

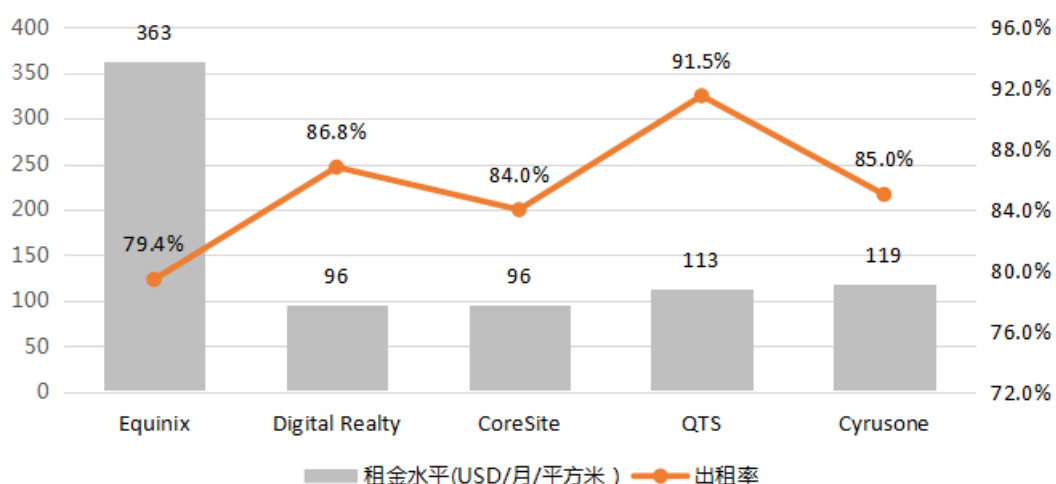


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

4.资产运营：IDC 市场需求旺盛，出租率保持高位

全球 IDC 市场需求目前仍十分旺盛，除 Equinix 由于新建项目爬坡期影响，各家 IDC 企业出租率均保持在 85%左右及以上。而零售龙头 Equinix 则凭借其优质的全球网络布局和强大的增值服务能力，在单平米租金坪效上遥遥领先竞争对手。

图 5：现阶段（2019 年末）各家企业资产运营状况



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

5. 区域布局：零售型企业主要集中一线城市，批发型布局范围更广

五家企业在全美核心城市大量布局。从美国本土市场看，五家企业资产分布普遍集中于前十大核心城市。Equinix 与 Digital Realty 全球化进展较快，在美洲、亚太、欧洲、中东及非洲 40 多个核心城市都有部署。

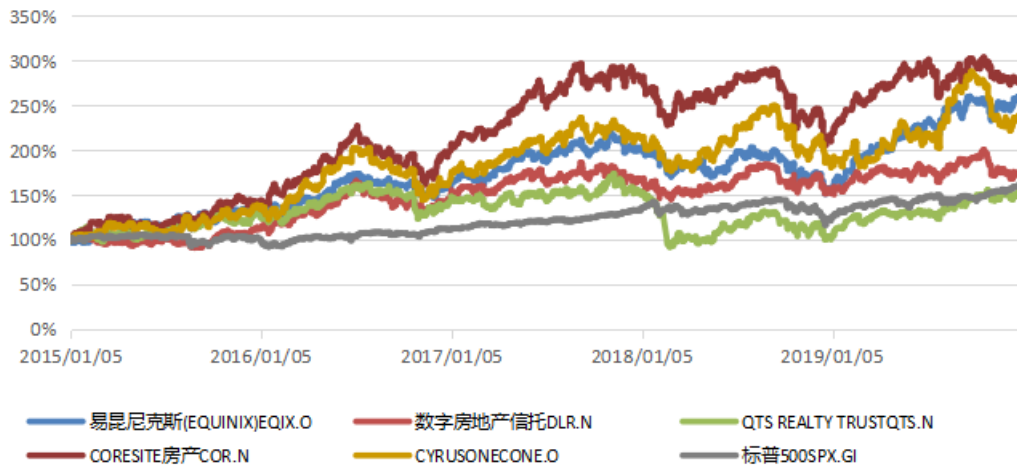
三、美国 IDC REITs 资本市场表现

1. 股价表现：近五年美国上市 IDC REITs 股价持续上涨，显著优于标普

500

除 QTS 外，其余四家 IDC REITs 股价表现均显著优于标普 500 指数，整体反映了市场对 IDC 持续增长的盈利表现和商业模式的认可。龙头企业中，而零售型龙头 Equinix 受益于更灵活的租期和对下游更大的议价权，表现优于批发型龙头 Digital Realty。

图 6：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 股价走势



资料来源：Wind、远洋资本研究发展部

2. 综合收益率：美国上市 IDC REITs 综合收益率表现稳健，且回报较高

美国 IDC REITs 的综合收益率处于美国各业态 REITs 前列，从近五年看，整体平均收益约为 15%左右，其中分红率在 2%-4%之间，股价溢价处于高位，远高于其他不动产业态，约 12%-13%左右。

表 2：美国各业态 REITs 收益率

REITs 的高层业态	综合收益	股价溢价	分红率
工业	18.6%	14.8%	3.8%
数据	15.3%	12.8%	2.6%
住宅	12.0%	8.8%	3.1%
仓储	9.4%	5.6%	3.8%
办公	6.1%	2.8%	3.3%
医疗	5.4%	-0.1%	5.5%
零售	1.1%	-3.2%	4.3%
酒店	0.3%	-4.9%	5.3%

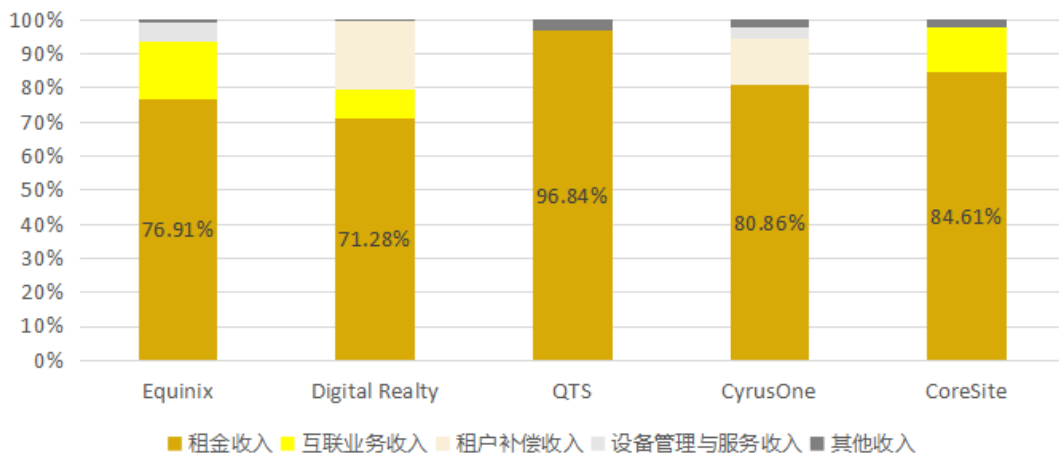
资料来源：NAREIT, Wind, 公司财报、远洋资本研究发展部

四、美国 IDC REITs 财务状况

1. 盈利模式：最主要收入来源为租金，其次为互联业务

当前美国 IDC REITs 主要营收来源仍然是数据中心的租金收入，占比在 7 成以上。而增值服务正逐渐成为 IDC 企业的核心能力，龙头企业 Equinix 的互联业务收入占比已经接近 17%，强大的增值服务能力对竞争对手构成壁垒，在吸引更多客户的同时提升租金溢价。

图 7：美国上市 IDC REITs 收入构成



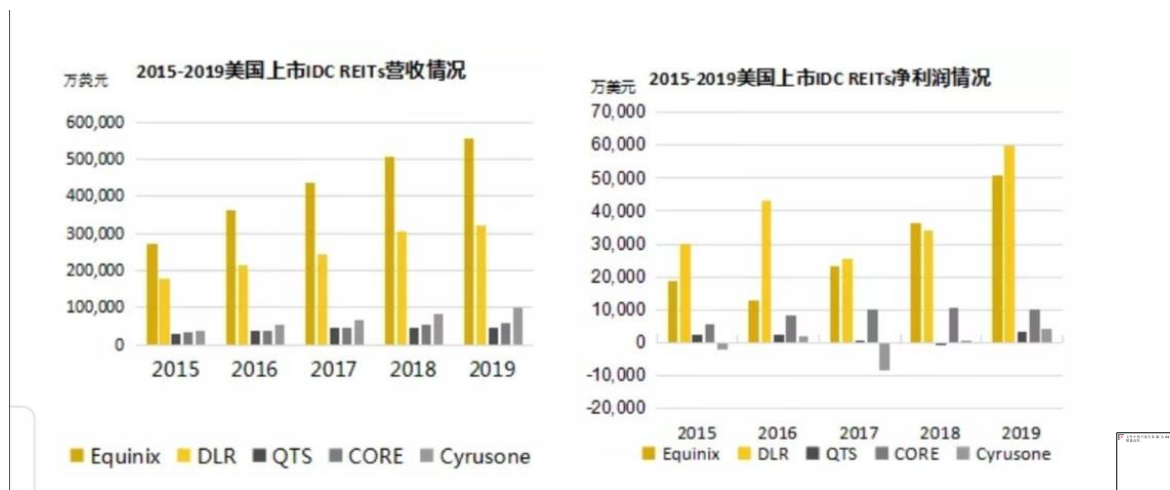
注：租户补偿收入（Tenant Reimbursement）即租户向业主支付的运营成本、税费及保险费

资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

2. 成长性：龙头企业营收及净利润增速稳健

上市 IDC 企业保持了稳健的增长，近 5 年，5 家企业营业收入和净利润率平均增速均为 17%左右。Equinix 和 Digital Realty 两家龙头企业均处于行业领先地位。

图 8：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 营收及净利润表现

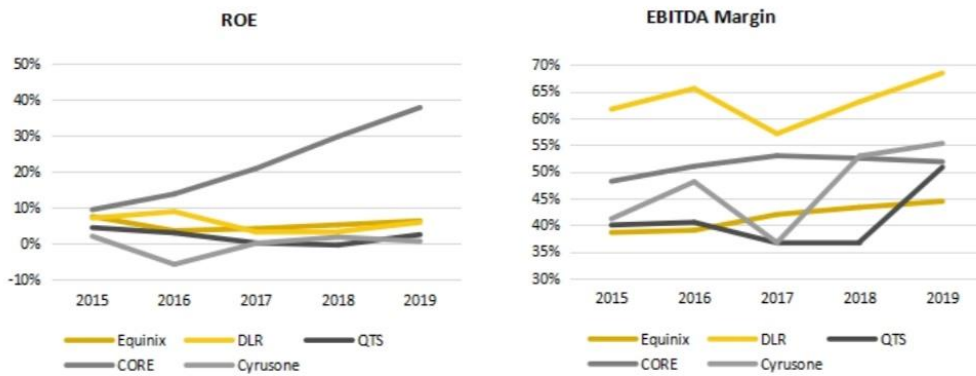


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3. 盈利性：ROE 回报水平有限，但 EBITDA 水平较高

5 个 IDC REITs 的 ROE 在 5%-8%左右，CoreSite 由于运用了 8 倍杠杆，ROE 接近 40%，而其他几家 ROE 水平较低的原因是由于财务杠杆较低（1-1.5 倍杠杆）、资产周转率相对较低造成的。从 EBITDA Margin 来看，各家 IDC REITs 均保持在 40%以上水平，其中头部企业可达 60%。

图 9：2015-2019 年美国上市 IDC REITs 盈利水平

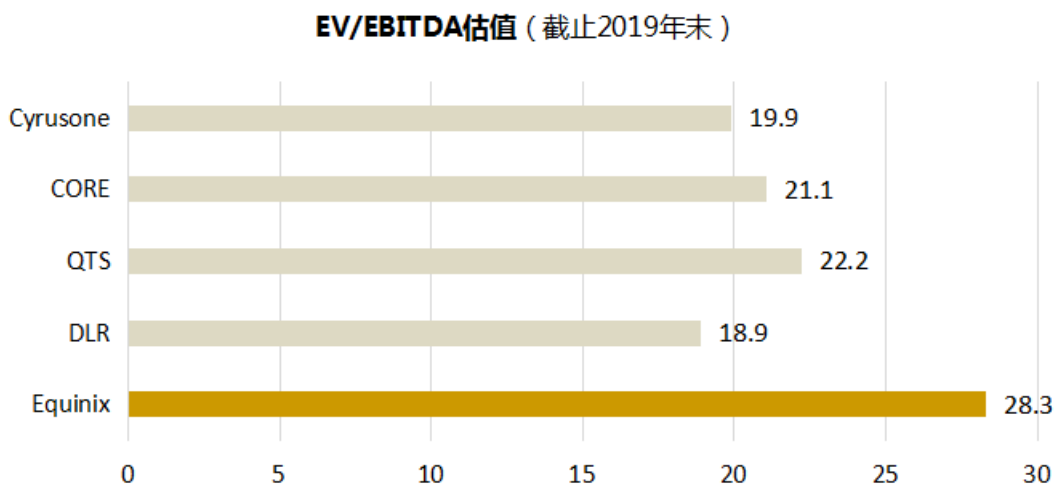


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

4、估值水平：EV/EBITDA 为 20x 左右，零售型企业估值高于批发型

2019 年末，行业平均 EV/EBITDA 水平为 20 倍左右，零售型龙头 Equinix 估值略高一些，达到了 28.3，而批发型龙头 Digital Realty 估值则相对最低，反映了市场给予零售型 IDC 更高的估值。从单机柜估值来看，现阶段折合单机柜估值约 14-18 万美元，略高于中国的水平。

图 10：美国 IDC REITs 估值情况



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

五、美国 IDC REITs 发展的关键策略

关键策略一：并购扩张——对成熟项目的不断并购助力企业规模快速增长

并购在企业提升资产规模 and 市场份额的过程中扮演了至关重要的角色，如 Equinix 自上市至今已经投入了超过 200 亿美元用于收并购核心 IDC 资产，Digital Realty 和 CoreSite 则脱胎于基金公司，通过不断并购整合优质资产发展壮大，QTS 虽由行业内人士创立，通过收购资产和土地实现规模化并上市，CyrusOne 则是由数据中心运营商和 Cyrus Network 合并而来。在 IDC 企业以 REITs 形式上市后，其更是拥有了更好的并购融资平台。

关键策略二：稳步快跑——龙头企业持续快速扩张先发优势明显

由于 Equinix 与 Digital Realty 上市时间较早，在前期进行资产的快速扩张，形成相对稳定的龙头地位。从 Digital Realty 的资产扩张速度看，年复合增速可达 30% 以上，体现 IDC 早期进入者可高速发展抢占山头；而后来者面临增长阻力，增速在 5%-25% 之间。

关键策略三：权属灵活——自有+租赁的灵活物业权属方式可助力企业快速抢占市场

从资产的所有权属性看，以规模最大的 Equinix 为例，在全球各区域都采取较为灵活的自有+租赁方式相结合，实现快速铺设全球化运营体系，在核心区域均自持资产，同时租赁 IDC 项目进行运营。Equinix 在美洲以自有方式持有资产的城市更多，在海外租赁形式稍多于自有模式。

关键策略四：多元融资——通过多样化融资渠道，补充现金并不断优化资金成本

IDC 行业对资金量的需求极大，企业的融资能力决定了其生长速度。以 Equinix 为例，其融资渠道主要分为三类，**第一类为股权融资**，增发或出售股份，所获取资金用于收购或新建 IDC 项目，特殊时点也会择机在二级市场出售股份换取必要流动性；**第二类为债权融资**，是最主要的融资途径，有银行信贷和发行债券两种方式，

由于 IDC 企业拥有良好的经营现金流，在银行享有高额度低成本的信贷资金，发行债券则为 IDC 企业低成本融资的核心；**第三类为体外孵化型融资**，Equinix 通过联合外部基金成立合资企业收购 IDC 资产，如 Equinix 在 2019 年同 GIC 成立合资企业共同在欧洲投资建设大型数据中心，后续待运营成熟后再收购装入上市公司主体。

六、小结

美国 IDC REITs 市场在整个 REITs 市场中举足轻重。

从**资产特征**看，上市时开发资产小于 25%、出租率普遍 80%以上；上市后进行快速扩张，龙头企业速度明显快于后进者；当前美国 IDC 行业规模效应凸显，强者恒强。空间布局上零售型更加青睐一线核心城市，批发型企业范围更广，但龙头企业全球化步子迈得更大。

从**资本市场**上看，IDC REITs 的股价涨幅显著优于标普 500，综合回报率较高且比较稳健，平均 15%左右，其中派息率约 3%左右，股价溢价率平均为 13%；从估值看，零售型企业估值明显高于批发型，EV/EBITDA 平均 20x 左右。

从**财务状况**看，当前 IDC REITs 的盈利模式中租金仍为最主要收入，其次为互联业务收入；龙头企业营收及净利润增速平稳，长期偿债能力较为稳健。

从**业务发展**看，积极并购成熟项目并不断扩充规模、快速巩固先发优势、采用“自有+租赁”的灵活物业权属方式、通过多元融资渠道补充现金并不断优化资金成本等，都是业务发展的关键策略。